

債券バブルに支えられた経済

鎌田 留吉

キャピタル・パートナーズが毎日公表している資料によると、NYダウ平均のPERは2月16日現在16.68倍である。この水準は決してバブルでないと言う人は多い。しかし、このPERの水準が株式市場の暴落がないことを正当化するものではない。

1.アメリカでは毎年約40兆円ほどの大量の自社株買いが行われている。自社株買いはその購入パワーにより株価を上昇させるだけでなく、発行株数が減る分EPSを増大させ、同じPERなら株価を上昇させる。しかし、自社株買いによつては、時価総額は変化しない。

2.そもそもPER理論とは、成長理論であり、成長性のある株式のPERは高く、成長性のないPERは低く買われるという性格を持つ。有利な投資対象を見出せる企業は新株を発行してまで資金を調達し、果敢にチャレンジしようとする。しかし、自社株買いとは正に真逆の、成長を諦めたという宣言であり、それならばその企業のPERは低くならなければならない。

3.にもかかわらず、現下のNY株式市場のバフェット指標（株式時価総額÷名目GDP）は1.4倍と歴史的にも極端な過熱を示している。それはひとつには利益のトータルが上昇してきたためでもある。しかし、多くはPERが上昇してきたからであると考えられる。事実2009年はじめのPERは12倍代であったものが、ここまで登りつめたのである。仮に現在のPERが、14倍に下がるだけで、NYダウ平均は15,000ドルまで急落する。

4.株式のバブルとは実態経済から株式が大きく乖離することと考えられ、その乖離が是正されるとき株式市場は大きく下落する。しかし、株式が大きく下落するときとは株式市場が実態経済から乖離している場合に限られない。実態経済そのものがバブルであるとき、そのバブルの破裂とともに、株式市場はそれにつれて大きくシュリンクする。

5.リーマンショックの前のPERも現在と同じく17倍近く、人々は割高ではないと嘯いていた。しかしリーマンショックは起きた。それは実態経済自体がサブプライムローンという砂上の上に築かれていた経済であったからだ。本来お金を借りられる資格のない個人の群れが安易にお金を借りられさらに借り換えで車を購入などしていたからだ。

6.歴史上、長期金利が2%を切ったのは、17世紀のジェノバだけだったそうである。そのような極めて稀な事象が日本で1997年に起こり、リーマンショック以後米・英・独・仏と軒並み2%を切った。それに加え三回に亙るQEにより、アメリカでは2009年1月以降ドル建て社債が7兆2000億ドル（約850兆円）も発行された、即ち本来借りられる筈もない企業群が超低利で資金調達し、営まれているのが現在のアメリカ経済なのである。

7.しかも、オバマ大統領が就任して執った輸出倍增政策は効を奏しGDPに占める輸出比率は増加した。今、輸出先である欧州・中国・日本の景気が停滞色を強めている。史上最安値を更新し続けているバルチック海運指数がその最も雄弁な証人である。

2015.2.16 記